



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.008378/2023-85

Reg. Col. 3039/24

Acusados: Antônio Carlos Romanoski
Eduardo Laranjeira Jácome
Leo Julian Simpson
Thomas Cornelius Azevedo Reichicheim
Nelson Sequeiros Rodriguez Tanure
Roberto Luz Portella

Assunto: Apurar eventual responsabilidade de administradores da Gafisa S.A. por infração ao disposto no art. 170, §§ 1º e 7º, da Lei nº 6.404/1976

Diretor Relator: Presidente João Pedro Nascimento

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Analisando o caso de forma mais detida, concordo com as conclusões do Diretor João Accioly.
2. Em brevíssima síntese, a acusação se baseia em dois pontos principais: **(i)** ausência de previsão legal na definição dos critérios do preço de emissão utilizados no aumento de capital; e **(ii)** violação ao § 1º do artigo 170 da Lei nº 6.404/76.
3. Quanto ao primeiro ponto, penso que não merece maiores digressões. O fato de uma determinada conduta não estar prevista em lei não importa, necessariamente, na sua ilegalidade. Muito ao contrário, o que não é vedado pela lei é permitido¹.
4. Quanto ao segundo ponto, cabe verificar se houve de fato violação ao disposto no § 1º do artigo 170 da Lei nº 6.404/76. Tal disposto estabelece o seguinte:

¹ Conforme o art. 5º, II, da Constituição da República, que assim estabelece: “ninguém será obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa senão em virtude de lei”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

Art. 170. Depois de realizados 3/4 (três quartos), no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações.

§ 1º O preço de emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente:

I - a perspectiva de rentabilidade da companhia;

II - o valor do patrimônio líquido da ação;

III - a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado.

5. Como muito bem mencionado pelo Presidente João Pedro Nascimento em seu voto, o sistema legal destinado a evitar eventual diluição injustificada está baseado em dois pilares: **(i)** a necessidade do aumento de capital; e **(ii)** a fixação do preço de emissão das novas ações pelo seu valor econômico de acordo com um ou mais critérios estabelecidos pela lei.

6. O primeiro desses pilares não foi objeto de questionamento no presente processo. Assim, como julgadores, temos que partir da premissa de que o aumento foi necessário à Companhia. Como o aumento de capital social foi necessário, a diluição injustificada somente se verificaria, *de per se*, na hipótese de violação objetiva da norma, ou seja, caso os critérios estabelecidos nos incisos I a III do § 1º do artigo 170 da Lei nº 6.404/76 não tivessem sido utilizados na fixação do preço de emissão.

7. Não me parece ter sido esse o caso.

8. Segundo informado pela Companhia foi utilizada a “*combinação de elementos dos critérios de fixação de preços [previstos no] inciso I e III, § 1º, do artigo 170 da Lei 6.404/1976, com predominância da perspectiva da rentabilidade, aplicando – no caso – deságio no preço de emissão, o que representa, na opinião da Administração, a forma mais adequada de*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

precificação das ações da companhia, sem diluição injustificada dos acionistas não participantes”².

9. Nota-se, portanto, que a questão discutida nesses autos não reside na adoção ou não dos critérios elencados na lei, mas sim, na utilização de descontos escalonados com relação às fases do aumento de capital (direito de preferência e sobras).

10. Tal desconto sobre o preço de emissão, foi justificado pela Companhia nos seguintes termos:

Considerando a necessidade de captação de recursos da Companhia, o deságio aplicado em função das condições de mercado, conforme facultado pelo artigo 170, § 1º, inciso III, da Lei 6.404/76, tem por função estimular a adesão pelos acionistas da Companhia e, ao mesmo tempo, obter de determinados investidores uma garantia de subscrição de parte do Aumento de Capital. Nesse sentido, fixou um deságio de 17,55% (dezessete inteiros e cinquenta e cinco centésimos por cento), com aplicação escalonada de 15% (quinze por cento) no exercício do direito de preferência e, aplicando-se sobre tal percentual, 3% (três por cento), na subscrição das sobras³.

11. Ao contrário do sustentado pela Acusação, a lei não veda a adoção de diferentes preços de emissão, mas confere margem de discricionariedade ao acionista e ao administrador que, por sua posição, são as pessoas que presumivelmente têm mais conhecimento sobre o contexto e as necessidades da companhia. Se não há uma vedação expressa não é possível considerar a adoção de diferentes preços, em razão da aplicação de descontos escalonados, como ilegal *de per se*. Isso porque a definição do valor econômico de uma ação não é ciência exata de modo a permitir a sua fixação de forma absoluta.

12. O Doutor Bulhões Pedreira e o Prof. Alfredo Lamy nos ensinam que:

Nessa matéria, como em muitas outras reguladas pela lei de sociedades por ações, a norma legal, pela variedade de situações a que se aplica, somente pode ser enunciada com grau de generalidade que a aproxima de mero

² Cf. item 3.1 do Aviso aos Acionistas da Gafisa, publicado em 16.04.2019 (Doc. 1827073, p. 30).

³ Idem, item 3.1.1.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

padrão de referência para apreciação dos casos concretos. A distinção entre diluição legítima e ilegítima não pode ser precisada na lei porque pressupõe o conhecimento, em cada caso, das diversas circunstâncias relativas à intensidade do interesse da companhia na obtenção dos recursos adicionais, à espécie e quantidade dos subscritores potenciais das novas ações e ao nível de preço de emissão que é necessário fixar para que esses investidores potenciais subscrevam efetivamente o aumento⁴.

13. Afirmam, ainda, que “[...] *é normal que a companhia, a fim de encontrar subscritores para as novas ações, seja obrigada a fixar preço de emissão abaixo do valor econômico das ações antigas*”⁵.

14. Tampouco a lei veda a combinação de mais de um dos critérios de fixação do preço elencados no art. 170, § 1º, da Lei nº 6.404/76, uma vez que, desde a incorporação das alterações incluídas pela Lei nº 9.457/97, é admitido o emprego “alternativa ou conjuntamente” de tais parâmetros. Isso há muito admitem os precedentes da CVM.

15. No presente caso, é importante notar que um dos principais pilares para a análise de uma eventual diluição injustificada não está presente, qual seja, a necessidade ou não do aumento de capital⁶. Conforme já mencionado anteriormente, a necessidade do aumento de capital não foi questionada pela Acusação.

16. Ademais, vale destacar, ainda, que o preço de emissão de ações – ou a diferença entre eles – não se confunde com os direitos conferidos por determinada classe de ações a seus titulares e, por conseguinte, não configura afronta ao artigo 109, § 1º, da Lei nº 6.404/76⁷. A própria existência de ações nominativas atesta essa afirmação, uma vez que, de outro modo,

⁴ “Abuso de Poder de Controle em Aumento do Capital Social de Banco Comercial”. In: A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação. v. 2. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 276.

⁵ Idem, p. 275.

⁶ A necessidade de maior financiamento da atividade produtiva, seja por capital dos acionistas ou de terceiros, pode ser sempre pressuposta, uma vez que, como afirmou Waldemar Martins Ferreira, “nunca chegam as empresas industriais a adultas. Acham-se sempre, em todos os tempos, em fase de crescimento. Precisam, portanto, de alimento adequado para que não envelheçam precocemente e possam resistir e vencer nos embates da concorrência” (Tratado de Direito Comercial. Vol. 4. São Paulo: Saraiva, 1961, p. 156).

⁷ Art. 109, § 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

elas seriam inadmissíveis: se a igualdade de direitos dos acionistas dependesse do pagamento de igual valor pelas suas ações, só poderia haver ações com valor nominal.

17. Portanto, cabe verificar se a estrutura do aumento de capital realizado prejudicou os acionistas ou criou tratamento desigual entre eles.

18. Nesse contexto, é necessário rememorar que a regulação aplicável às operações de aumento de capital objetiva: (i) a promoção do funcionamento da sociedade acompanhada de proteção aos credores⁸; e (ii) a proteção dos acionistas, especialmente os minoritários, em relação à potencial “desarrumação” interna de poder promovida pela mudança no capital social⁹.

19. Para promover o primeiro desses valores, é necessário que haja correspondência entre o capital social fixado no estatuto e o ativo efetivamente contribuído pelos acionistas à companhia, o que geralmente é referido como o princípio da realidade do capital social¹⁰⁻¹¹. Não se cogita qualquer afronta a esse princípio do presente caso.

⁸ LAMY FILHO, Alfredo. “Redução do capital social com base em balanços intermediários”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação. v. 2. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 474-475.

⁹ ALMEIDA, Arthur de Paula Lopes. Irregularidades nos Aumentos de Capital das S.A.: perspectivas de tribunais e da CVM. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 35-36.

¹⁰ Cf. ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. “Incompatibilidade de regras do IFRS sobre a apuração do lucro distribuível com o princípio da intangibilidade do capital social”. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Orgs.). Lei das S.A. em seus 40 anos. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 372-375.

¹¹ Em outras palavras, devem sempre guardar relação, ainda que não correspondam inteiramente, as duas concepções de “capital social” empregadas na lei acionária, como ensina Bulhões Pedreira: “Capital social aplicado no ativo é o capital financeiro de propriedade da companhia contribuído pelos acionistas como instrumento para realizar o objeto social, que a lei submete ao regime cogente, cujo fim é proteger os credores sociais. Esse conceito não se confunde com o de ‘capital social fixado no estatuto’, [...] pois a cifra fixada no estatuto somente pode ser alterada nas condições previstas na lei, enquanto a quantidade de capital social existente no ativo pode ser igual ou menor do que a fixada no estatuto. A expressão ‘capital social’ é empregada, portanto, com esses dois significados, que devem ser nitidamente discernidos para evitar confusões. A cifra do estatuto social é a medida de capital financeiro que os acionistas se obrigam a contribuir [...]. A quantidade de capital social fixada no estatuto é formada no ativo patrimonial da companhia mediante contribuições dos acionistas (em dinheiro ou em bens) e, uma vez formado, passa a existir como quota-parte ideal do capital aplicado no ativo” (BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. “Capitalização e financiamento da companhia”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Orgs.). Direito das Companhias. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 972).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

20. Para que haja proteção efetiva dos acionistas, o julgador deverá conferir se houve tratamento equânime de todos os envolvidos.

21. No presente caso, a Companhia desde o primeiro momento deixou muito claro que seria aplicado um desconto escalonado, sendo 15% no exercício da preferência e 3% adicionais na subscrição das sobras¹². Além disso, o aumento de capital somente seria considerado válido se todas as ações objeto do aumento fossem subscritas¹³.

22. Assim, entendo que não houve qualquer tratamento desigual entre os acionistas, pois, todos, desde o primeiro momento, sabiam que os descontos seriam escalonados e que aquele acionista que decidisse subscrever eventuais sobras teria direito a desconto adicional de 3%.

23. Em outras palavras, aquele acionista que decidisse por subscrever uma quantidade de ações maior do que aquela garantida pela preferência teria um desconto adicional de 3%.

24. Também não concordo com o argumento de que a estrutura do aumento de capital prejudica o acionista com capacidade de investimento limitada. Nesse ponto específico, entendo que a norma não pode ser interpretada considerando condições subjetivas daqueles aos quais se destina, pois, se assim for, a sua aplicação restará inviabilizada. No limite, seria invalidado o princípio majoritário, regra basilar de organização da atividade societária.

25. O que importa aqui é se todos os acionistas tinham as mesmas informações para tomarem a melhor decisão de investimento. A decisão de subscrever ou não o aumento de capital se dá por uma série de razões, e todas essas condições subjetivas não podem ser consideradas quando da aplicação da norma.

26. Menos da metade dos acionistas exerceram seu direito de preferência, o que, por si só, é um indicativo de que o preço de emissão – mesmo com o desconto de 15% – não era tão atrativo.

¹² Cf. item 3.1.1 do Aviso aos Acionistas da Gafisa, publicado em 16.04.2019 (Doc. 1827073, p. 30).

¹³ “Caso não se concretize a subscrição integral do Aumento de Capital até o final do Período de Subscrição de Sobras, o Conselho de Administração cancelará o aumento” (item 12 do Aviso aos Acionistas da Gafisa, publicado em 16.04.2019; Doc. 1827073, p. 40).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

27. Sendo dessa maneira, defendo que é necessário privilegiar a premissa de que, em não havendo uma determinação legal expressa que vede a estrutura adotada para a realização do aumento de capital, seria necessária uma demonstração robusta da incompatibilidade da operação com a sistemática da lei e, especialmente, com as suas finalidades – isto é, com o fomento ou proteção do bem jurídico tutelado – para ensejar a responsabilização de quem quer que seja. Do contrário, deve ser privilegiada a autonomia privada.

28. Os agentes privados têm autonomia para agir e fazer negócios da maneira que lhes seja mais conveniente, desde que suas finalidades não sejam vedadas por lei e os procedimentos adotados não confrontem normas aplicáveis. São estes agentes privados que melhor conhecem seus próprios interesses e a melhor forma de aplicá-los, pelo que o ordenamento estatal lhes garante um espaço para sua atuação¹⁴.

29. Por fim, ressalto que não se está aqui a autorizar que condições específicas desse caso sejam transformadas em práticas generalizadas, a decisão analisou o caso específico com suas especificidades e desdobramento para concluir, no meu entendimento, que não houve diluição injustificada.

30. Pelo exposto, voto pela absolvição dos defendentes Eduardo Jacome, Leo Simpson, Thomas Reichenheim, Roberto Portela, Antônio Romanoski e Nelson Tanure das acusações de violação do disposto no § 1º do artigo 170 da Lei nº 6.404/76, e acompanho o Relator com relação à absolvição de Roberto Portella pela acusação de infração ao § 7º do artigo 170 da Lei nº 6.404/76.

É como voto.

Rio de Janeiro, 18 de dezembro de 2024.

Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

Diretor Relator

¹⁴ AMARAL NETO, Francisco dos Santos. “A autonomia privada como princípio fundamental na ordem jurídica”. Revista de Informação Legislativa. Brasília, ano 26, nº 102, 1989, p. 211-217.